

财务从业经验与投资风险偏好

——来自审计从业人员的微观证据

张醒¹ 陈强远²

(1.中国人民大学财政金融学院,北京100872; 2.中国人民大学国家发展与战略研究院,北京100872)

摘要:从业经验的积累将如何影响投资的风险偏好,是经济学理论和现实生活中备受关注的话题。本文运用四大会计师事务所之一的普华永道事务所的数据,基于对该事务所投资情况的特征性事实分析,构建反映员工投资风险偏好的综合指标,实证检验财务从业经验对员工投资风险偏好的影响。研究发现:财务从业经验会使投资决策更加保守。这一结论在以不同方法衡量投资风险偏好时均成立。随着年龄的增长,投资者的投资风险偏好将更加保守,因此出现了年龄增长对投资风险偏好的抑制作用。进一步的异质性分析发现财务从业经验对投资风险偏好的作用效果具有地域与学历异质性。本文的研究对于厘清财务从业经验对投资风险偏好的影响,进而更好地调控金融市场等具有重要的理论价值与现实意义。

关键词:投资风险偏好;从业经验;审计行业

中图分类号:F830 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2022)06-0055-13

一、引言

风险偏好是行为金融学的核心概念,也是大多数金融学理论的前提假设。事实上,行为金融学挑战了传统经济理论的理性预期假说,认为投资行为中不同的决策事实源自不同的风险偏好,而投资者风险偏好是结合了心理学和社会学等多种因素形成的。随着现代经济的不断发展,投资风险偏好的研究在金融投资实践活动与金融市场发展预测判断中具有重要作用,同时也成为各类微观与宏观估值模型的理论基础。

有关风险偏好的影响因素一直是学术界的重点研究话题,目前普遍将其划分为先天因素^{[1][2]}和

收稿日期:2022-08-14

基金项目:国家自然科学基金面上项目“迈向高质量的中国城市技术创新:测度、机理与效应”(72073093);中国人民大学科学研究基金面上项目“技术创新质量的微观测度与提升机制设计”(21XNA008);国家自然科学基金重大项目“中国特色政策试点机制”(20&ZD118);国家自然科学基金青年项目“中国能源回弹效应的内外生机制研究及调控政策模拟”(71703096)

作者简介:张醒(1998—),女,甘肃兰州人,中国人民大学财政金融学院博士生;

陈强远(1986—),男,湖南岳阳人,中国人民大学国家发展与战略研究院副教授,硕士生导师,本文通讯作者。

后天因素^{[3][4]}两类。但在大部分后天因素的研究中,大多忽略了“个人经验”这一重要影响因素。事实上,经验作为一种后天因素,由于其具有持续变化的特点,对微观个体行为所产生的影响可能也具有持续性。从现实情况来看,经验的积累对风险偏好的影响存在两种可能性:其一,经验的增加会增进对事情的认知,从而使得微观个体在决策时更加保守与理性;其二,阅历的增加同样意味着能力的增加,而能力的增加也意味着微观个体对风险的承受能力也随之提高,因此其决策行为可能会变得更果敢、更激进。由此可见,到底是“无知者无畏”还是“知识即勇气”,这一问题广泛存在于行为经济学中。

但是,一方面,由于风险偏好以及从业经验的抽象性、个体行为的多样性与随机性,使得对个体从业经验与其风险偏好之间关系的讨论陷入困境。然而本文发现,由于财务审计从业人员的工作特性,在工作过程中他们能够接触到不同企业的财务信息,其从业经验的增加会带来财务金融知识的增加,使他们更易形成对整体经济情况的敏感性,并影响其投资行为。基于此,财务审计从业人员的从业经验积累对其风险偏好的影响可以作为从业经验与风险偏好关系研究中的一个典型例子。同时,财务从业人员的投资选择能够更加清晰地体现出其从业经验在投资选择中的决定性作用,这对于厘清从业经验与投资风险偏好之间的关系具有重要的参考与实践价值。相较于现有研究中所广泛关注的家庭、居民投资风险偏好,本文研究财务从业人员这一类特殊人群的投资风险偏好有助于更好地认识金融市场波动,并帮助投资者建立合理投资意识。

另一方面,个体微观数据的匮乏使得投资风险偏好研究很难从个体微观角度展开,而本文所使用的会计师事务所员工投资数据则为这一方向的研究提供了可能:其一,事务所和监管机构要求的独立性控制原则,能够最大程度保证数据的真实可靠性——事务所要求所有员工在事务所系统中披露个人及直系亲属的经济利益,而为确保该记录准确全面,事务所会在各个阶段通过与银行卡银行流水、中国证券登记结算有限公司网站进行核对并定期检查。因此,在这样的监管制度下,实现了系统中数据的完整性;其二,会计师事务所独特的“传帮带”制度,能够保证清晰地识别员工的财务从业经验和财务知识积累,让数据具有可辨识度。由此可见,事务所记录的员工投资情况能够较好地反映其投资选择,进而也为挖掘其投资偏好奠定了良好基础,是实现从微观个体层面衡量风险偏好的高质量数据。

基于此,本文将以前财务审计工作人员的从业经验与其风险偏好特征为例,利用四大会计师事务所之一的普华永道会计师事务所员工投资大样本数据,实证检验财务从业经验对投资者风险偏好的影响。与现有研究相比,本文所使用的会计师事务所员工投资数据,为实现从投资者实际投资行为出发,测度其风险偏好提供了可能性。同时,事务所的特性也使数据的真实性与可靠性得以保证,这使得本文的研究结论具有现实的参考价值;而且作为全球四大会计师事务所之一的普华永道会计师事务所,其规模与知名度在行业内也处于领先地位,因此其内部员工投资数据,在整体行业内也具有较强烈的代表性。

余文安排如下:第二部分为文献综述,第三部分将从会计师事务所具体现实情况出发,对员工从业经验与投资风险偏好的情况进行特征性事实的描述,并提出研究假设,第四部分构建计量模型,第五部分实证考察员工财务从业经验对其投资风险偏好的影响,第六部分则进行了稳健性检验与异质性分析,最后是结论与政策建议。

二、文献综述

风险偏好作为考察不确定性条件下个体行为决策的常用方法之一,为经济学家解释个体行为差异提供了重要视角。而且风险偏好不仅是个体微观行为的表现,也同时体现在企业战略博弈与决策中^[5],甚至对于国家经济运行情况具有重要的解释作用^[6]。因此,有关风险偏好的研究一直是学术界关注的重要话题,也是行为金融学与风险管理、投资决策理论的研究前沿。

作为一种个人有限理性的体现,风险偏好可能受到多种因素的影响。年龄、性别和教育水平等特

征都是影响其风险偏好的重要因素^{[7][8]},且投资风险偏好与个人的主观心理特点,如风险规避程度、乐观程度^[7]以及宗教信仰、政治身份^[9]等内在因素都具有紧密联系,可能还受到媒体、社交和权威观点等外部因素的影响^[10]。除此之外,个人的风险偏好也受到收入水平^[11]、健康状况^[12]等因素的影响。而与本文关系最为密切的一支文献则主要讨论了从业经验与投资风险偏好之间的关系。但现有研究对这一问题的探讨相对匮乏,虽然学术界普遍认为财务从业经验会使投资者所具备的专业知识有所不同,也会导致投资者的风险偏好产生差异,但是关于这种差异的讨论,现有研究尚未得到一致的结论:一部分学者认为有财务从业经验的投资者风险偏好程度较无经验的投资者更低^[13],即财务从业经验会使投资者的投资决策更加保守。一般而言,掌握丰富专业知识的投资者受到非理性投资行为模式影响的可能性更低^[14]。另一部分学者认为财务从业经验将提高投资者的风险偏好水平,并做出更加激进的投资决策。这可能是当个人具有更多的专业知识储备之后,将更愿意相信自己的判断,从而进行更频繁的投资与交易^[15],比如已有研究发现企业管理者越自信,企业的风险承担水平也越高^{[16][17]}。

现有研究对风险投资的关注主要可以分为宏观方向与微观方向。在宏观层面,现有研究主要关注的是可能影响风险偏好的宏观因素,如制度环境^[18]、社会结构^[7]、时空因素^[19]等。而更多的研究则从微观视角入手,研究投资风险偏好的影响因素以及作用效果,其中大多数微观研究聚焦于企业层面^{[20][21]},也有一部分学者从微观个体视角出发,研究个体风险偏好特征^{[22][23]}。

以上研究对合理认识投资风险偏好具有重要启示,但就目前的研究进展而言,仍有挖掘空间。一方面,由于风险偏好的概念较为抽象,相关数据难以获得,其测度存在局限性;另一方面,虽然越来越多的研究倾向于从微观视角出发研究个体风险偏好,但大多仍是立足于企业层面或家庭层面,很少有研究能够真正挖掘微观个体的风险偏好。具体而言,虽然现有研究中已经做出了多种尝试,从理论以及实证的角度进行分析,并通过将投资标的划分为金融类资产与风险类资产^[12]、管理者持有的风险资产占比^[24]、实验经济学^[25]等方法对风险偏好进行测度,但这些方法在衡量投资风险偏好时大多忽略了投资标的之间的差异性,测度结果可能也存在较大差异,而富有个体特征的微观风险偏好的测度与分析也更为困难。由此可见,现有研究的理论分析在解释现实情况时仍具有一定的局限性;同时,基于调查问卷数据的分析在数据的准确性和真实性等方面存疑。而本文的研究能够较好地解决上述问题:首先,本文基于微观个体层面,利用2019—2021年四大之一的普华永道会计师事务所员工登记持有及处置投资的数据进行实证检验,真正实现从微观个体的实际投资情况入手,构建财务人员从业经验与其投资风险偏好之间的直观联系,从而得到更加可靠与直观的研究结论;其次,本文根据目标投资产品的属性测算其投资风险,从而对个体风险偏好的测度指标体系进行完善,实现对微观个体投资风险偏好的深度剖析,这是对现有风险偏好研究的有益补充;最后,本文从地域分布、教育水平等角度出发对微观个体投资风险偏好的异质性进行讨论,为解读个体风险偏好的特点提供了新的视角。

三、财务从业经验与投资风险偏好的特征性事实与研究假设

(一)员工财务从业经验与投资选择的特征性事实分析

由于会计师事务所需要根据监管机构的要求制定相应的质量控制流程,事务所工作人员也需要严格履行相关的规定,因此事务所从业人员的日常工作将为其提供充足的财务知识与经验的积累,从而可能会对其投资选择与风险态度产生影响。

具体而言,在员工等级方面,根据事务所员工的具体工作内容与工作职责,大致可以将其分为高级别员工、一般级别员工和低级别员工三类,随着工作难度的提升以及财务专业知识的积累,员工级别也随之提升。而按照事务所要求,事务所全体员工在入职时需要在系统中对本人、配偶及受抚养亲属的全部投资进行登记。其中,需要登记的投资类别涵盖股票、债券和期权等在内的数十种投资产品;而需要履行该项要求的员工包括事务所的合伙人及正式合同雇员。本文分析所使用的数据来自2019—2021年全球四大会计师事务所之一的普华永道会计师事务所在国内31个省(市、自治区)以

及中国香港地区、澳门地区和台湾地区的所有雇员的登记投资。而根据《证券投资基金法》对投资者风险承受能力的定义、投资标的资产的风险收益特征,可以将市场中现有投资产品的风险等级划分为高风险投资、中风险投资以及低风险投资三类。接下来,本文将从员工的热门投资、持有投资时间和风险态度等方面对从业人员的投资选择进行分析。

1. 员工热门投资。首先,本文对事务所从业人员的热门投资情况进行分析,并分别展示了每一层级员工的投资情况,具体如图 1 所示。可以看出,在投资的具体分类方面,低风险类的投资产品被更为广泛的持有,这可能与低级别员工数量较多有关。

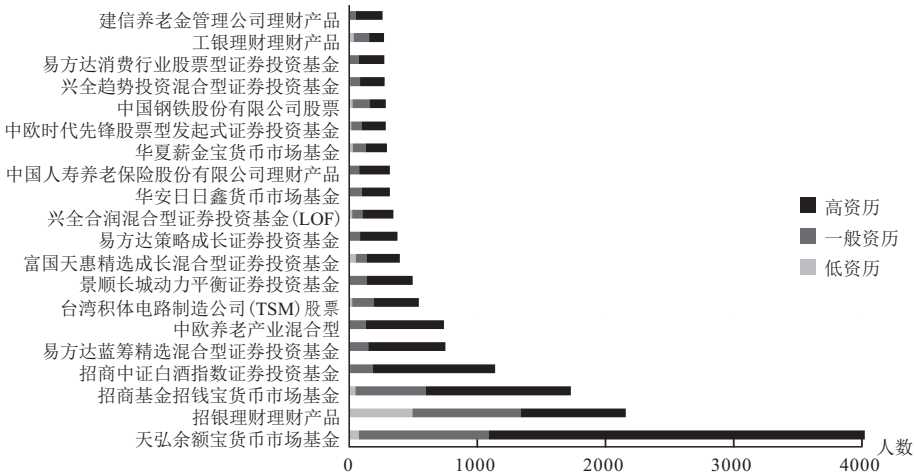


图 1 员工热门投资持有前 20 名

2. 投资风险评级与员工从业经验。图 2 列示了投资风险评级与员工从业经验的关系。可以看出,就各类员工的投资结构而言,高层级员工持有的高风险投资比率最高,而财务从业经历较短的员工持有的高风险投资比率最低。但整体而言,每一类投资中低级别员工的占比都大于一般级别与高级别员工,这也是由于低级别员工的人数最多。基于以上分析,本文发现,当事务所员工的从业经验逐步升高时,其风险偏好水平也会呈现出一定的上升趋势。

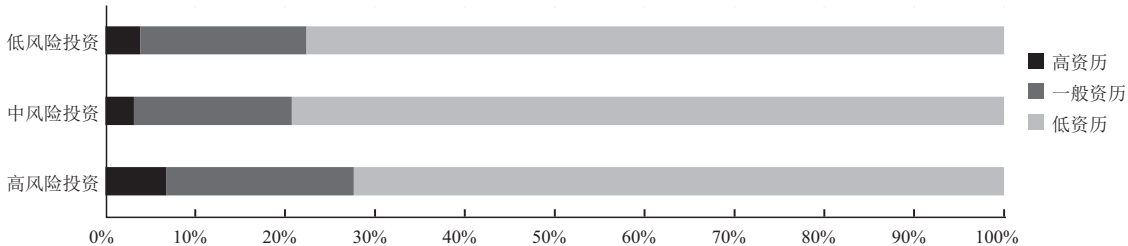


图 2 投资风险评级与员工从业经验

3. 投资持有时间与员工从业经验。为方便数据的统计与分析,本文将投资持有时间按照一般概念划分为长期(5 年以上)、中期(1—5 年)以及短期(1 年以内)。图 3 展示了员工从业经验和投资持有时间之间的关系,从中可以明显看出,低级别员工更偏好于持有短期投资,而高级别员工则更倾向于延长持有投资的时间。因此可以推断,随着员工从业经验的增长,员工对每项投资持有的时间逐渐延长,而投资风险与投资持有时间往往也呈现正相关关系,因此这也在一定程度上可以说明员工的风险偏好水平将随其从业经验的积累而逐渐上升。

4. 投资持有数量与员工从业经验。从图 4 所示的投资持有数量与员工资历间的关系可以看出,员工的从业经验与持有投资的数量之间也存在一定的正向关系,即随着员工级别的提高与财务从业经验的积累,员工将倾向于持有更多数量的投资。

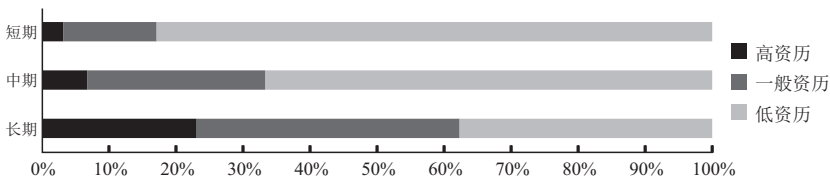


图3 投资持有时间与从业经验

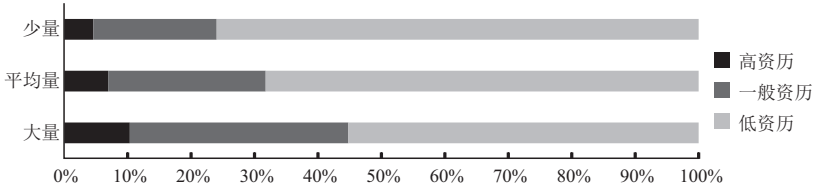


图4 投资持有数量与从业经验

(二)理论分析与研究假设

通过上述特征性事实分析,本文发现,一方面,高级别员工更倾向于选择高风险投资;另一方面,员工等级与其持有投资的数量之间也存在正向关系,这在一定程度上说明,当员工从业经验提升后,其选择高风险产品的可能性提高,但也倾向于通过分散投资的方式来规避风险。因此从特征性事实描述的结果中很难对事务所员工从业经验与其投资风险偏好之间的关系进行明确且直观的判断。

现有文献也试图对从业经验如何影响风险偏好的问题进行解答,认为当投资者具备一定的财务从业经验时,其投资决策将更为保守^[14]。一般而言,由于经验丰富的投资者受非理性投资行为模式的影响较小^[15],且当投资者对投资产品建立起更加充分的认知后会更倾向于谨慎决策^[26],因此从业经验的积累可能会使得投资风险偏好更为保守。同时,投资者的投资选择与其接受教育的水平^[27]、性别^[28]等因素也存在着重要联系。而且从业经验积累对风险偏好的影响不仅体现在个人投资选择中,同时也体现在公司的风险承担中^[29]。随着财务从业经验的增长,一方面由于投资者具备了接触更多财务专业知识的机会,建立起对整体经济环境的敏感性,从而在进行投资选择时会更加谨慎,其风险偏好也趋向于保守;另一方面,相比更易被从众行为俘获的普通投资者,财务从业经验的积累能够使得投资者审时度势,把控投资风险。由此,本文提出以下假设:

假设:财务从业经验的增长将对投资者的风险偏好水平产生负向影响,即财务从业经验会导致投资决策更加保守。

四、模型设定与变量测度

上文的特征性事实初步阐释了员工财务从业经验与其投资风险偏好之间的关系。接下来,本文将进行规范的实证分析,检验事务所员工的财务从业经验会如何影响其投资风险偏好。

(一)计量模型设定

本文将利用2019—2021年普华永道会计师事务所员工登记持有投资及处置投资的数据^①,构建固定效应模型,进行实证检验。具体的计量模型为:

$$Pref_{it} = \alpha + \beta \times grade_{it} + \delta X_{it} + \lambda_t + \mu_j + \epsilon_{it} \quad (1)$$

式(1)中, $Pref_{it}$ 为投资风险偏好, $grade_{it}$ 则代表员工*i*在第*t*年的从业经验情况, β 为衡量员工从业经验对投资风险偏好影响的待估参数, X 和 δ 分别为控制变量和其参数估计值,本文控制了包括年龄、地区、教育水平等在内的员工个体层面等特征; λ_t 和 μ_j 分别表示时间和地区固定效应; α 为常数项,而 ϵ_{it} 则为随机误差项。

1.被解释变量:投资风险偏好。现有文献很少能够全面细致地对微观个体的风险偏好进行测度,因此本文参考雷晓燕和周月刚(2010)测度家庭风险偏好的方法^[12],并对投资标的的风险水平进行细化,从而实现对个体风险偏好的测度。具体而言,本文所研究的投资风险偏好主要从三个方面进行测度:

(1)总体投资风险偏好。按照投资风险等级,分别定义低风险投资、中风险投资和高风险投资的风险等级(r)为1、2、3。在此基础上进行加权平均,可以得到每位员工在不同年份的投资风险偏好。具体而言,假设在第 t 年某员工进行a、b、c、d四项投资,四项投资的持有时间分别为 t_a 、 t_b 、 t_c 、 t_d ,其对应的风险等级分别为 r_a 、 r_b 、 r_c 、 r_d 。则其总体投资风险偏好可以表示为:
$$\text{Pref} = \frac{t_a}{365} \times r_a + \frac{t_b}{365} \times r_b + \frac{t_c}{365} \times r_c + \frac{t_d}{365} \times r_d。$$

(2)平均投资风险偏好。总体投资风险偏好可能会受到投资者持有投资数量的影响,对于投资者风险偏好的衡量可能存在偏误,因此本文在使用总体投资风险偏好的基础上,使用平均投资风险偏好进行测度。

(3)投资持有时间。本文分别计算事务所员工的所有投资项目的持有时间;其中,对于已处置投资,利用处置日期与购买日期之差来测度持有时间;而对于未处置、尚持有的投资,则利用信息统计日期与购买日期之差进行计算。在此基础上,分别对每位员工各年度的持有投资情况进行加权平均,从而得到每位员工在不同年份的投资持有时间。

2.解释变量:财务从业经验。本文的解释变量为事务所员工的从业经验($grade$),即投资者财务知识水平。在现有关于从业经验的研究中,主要利用员工从事相应工作的时间年限对其从业经验进行衡量^{[30][31]},这种测度方法虽然具有直观、直接的优势,但在反映员工的实际从业经验水平、相关专业知识的积累等方面是较为片面的。因此本文以事务所员工等级作为从业经验的衡量指标具有一定的优势,不仅考虑了从业人员的工作时长,更考虑到不同员工业务能力及水平的异质性,是从从业经验“量”与“质”双方面的体现。由于会计师事务所员工等级分为合伙人(高级别)、经理(一般级别)和普通员工(低级别)三类,本文构造员工等级的哑变量,分别对三类员工等级进行分类赋值:高级别员工取值为3,一般级别员工取值为2,低级别员工取值为1。

3.控制变量。本文参考现有研究的做法^{[32][33]},对个体特征进行了控制,以控制个体背景特征对其投资选择的影响:(1)员工年薪。由于事务所所推行的固定年薪制可能与员工从业经验有关,为避免模型的内生性问题,需要对员工年薪加以控制。同时本文将员工年薪进行了对数化处理,以有效解决可能存在的异方差问题。(2)年龄。不同年龄段的投资者投资风险偏好可能存在差异,为避免这一因素的影响,本文对员工年龄加以控制。(3)员工工作部门情况。员工所在的部门以及从事的工作不同可能会导致投资风险偏好的差异,因此在控制变量中也加入员工部门情况。具体而言,本文将根据员工所在部门的具体名称进行分类赋值^②。(4)教育水平。随着学历的提高,个人投资者对股票等投资的偏好往往呈现先上升后下降的趋势,考虑到这一因素对结论的影响,本文对员工教育水平进行控制,根据员工学历情况进行分类赋值:博士学历员工赋值为1,硕士学历员工赋值为2,而学士学历员工赋值为3。各变量的具体定义如表1所示。

(二)描述性统计结果

本文使用的数据为2019—2021年全球四大会计师事务所之一的普华永道会计师事务所境内员工情况及其登记持有投资及处置投资的数据,数据具体来自事务所内部员工情况及其投资情况的登记数据。在使用数据进行实证研究之前,本文对样本数据进行了如下处理:第一步,剔除数据中持有类型为预审核的员工投资。样本中存在预审核数据,为防止员工持有审计客户的股票,事务所要求员工提前在系统中预先申报计划进行的投资,在确认投资可以进行后再进行实质投资。

该部分投资数据不代表员工真实的购买,且在事务所个人独立性合规检查中,这些预审核投资也不会被视为正常投资申报,因此将其从投资数据样本中剔除。第二步,剔除数据中持有方式为员工激励计划、家族信托等非直接、非主动方式持有的投资。其中,员工激励计划指员工从前任或现任雇主处获取的薪酬奖励,家族信托指由家族中其他人为员工或其配偶购买的,不受员工及其配偶控制的投資。经过以上步骤的处理与筛选,样本数据中仅保留直接持有、主动持有的投资,以避免被动投资对研究结果所产生的影响。同时,对于持有时间、员工收入和员工年龄等可能存在数据异常值问题的变量,本文进行1%的双边 winsor 缩尾处理,而对于其他取值范围较小,存在异常值问题可能性较低的变量则未进行缩尾,以避免对模型结论稳健性的影响。此时各变量的描述性统计结果如表2所示。

表 1 变量符号和定义

| 变量名称 | 变量符号 | 变量定义 | 变量内容 |
|--------|-------------------|-----------|---------------------|
| 投资风险偏好 | risklevel_total | 总体投资风险偏好 | 各年度各员工所有投资风险等级的加权平均 |
| | risklevel_average | 平均投资风险偏好 | 剔除投资数量影响的风险偏好 |
| | durations | 投资持有时间 | 处置日期与购买日期之差 |
| | lnduration | 投资持有时间的对数 | 投资持有时间的自然对数 |
| 员工从业经验 | grade | 员工等级 | 衡量员工等级的分类变量 |
| | lnrevenue | 员工年薪 | 员工当年年薪的自然对数 |
| 员工特征 | age | 员工年龄 | 员工当年的实际年龄 |
| | department | 员工所在部门 | 员工工作类别的分类变量 |
| | education | 员工教育水平 | 员工最高学历的分类变量 |

表 2 描述性统计结果

| 变量 | 样本量 | 平均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|-------------------|-------|---------|---------|--------|--------|
| risklevel_total | 46690 | 15.114 | 18.286 | 0 | 105 |
| risklevel_average | 46690 | 2.075 | 0.811 | 0 | 3 |
| durations | 46690 | 547.776 | 884.810 | 0 | 4818 |
| lnduration | 42590 | 4.873 | 2.564 | 0 | 9.355 |
| grade | 46690 | 1.722 | 0.549 | 1 | 3 |
| lnrevenue | 46690 | 12.804 | 0.706 | 12.459 | 15.202 |
| age | 46690 | 27.951 | 7.128 | 18 | 55 |
| education | 46690 | 2.491 | 0.522 | 1 | 3 |

从表2的描述性统计结果中可以看出,投资持有时间的平均值为547.776天,即大部分员工投资持有时间为2年;其中,最短持有时间为0,而最长持有时间约为13年。而在员工等级方面,平均值为1.722,即大部分员工为一般等级员工及低等级员工。另外,通过描述性统计,本文发现在2019—2021年期间,同一员工grade变化的比例约2.8%,由此可见员工的等级在样本期间是保持相对稳定的。

五、实证分析

财务人员从业经验的变化对员工投资风险偏好到底存在怎样的作用效果?接下来,本文将基于上文所构建的总体风险偏好、平均风险偏好与投资持有时间等指标,检验财务从业经验对投资风险偏好的影响效应。

(一) 员工从业经验与总体投资风险偏好

首先,本文从总体风险偏好的角度出发,考察财务从业经验的作用效果。由于在样本数据期间,员工等级基本保持稳定、发生变化的比例较小,在回归分析中无法对个体效应进行固定,因此本文的分析主要以加入年份固定效应和地区固定效应的回归结果为例进行分析,表3第(1)列为不加入固定

效应的回归结果,而第(2)列则为加入年份固定效应与地区固定效应的回归结果。由表3的回归结果可以看出,总体投资风险偏好的回归系数显著为负,这说明财务从业经验的积累将对总体投资风险偏好产生负向影响。这表明,财务从业经验增加时,总体投资风险偏好下降,投资决策将更为保守。回归系数为-3.238,意味着当员工等级提升一个等级时,其总体投资风险偏好水平将下降3.238个单位,与总体投资风险的均值15.12相比,该作用效果是十分明显的。这可能是由于随着财务从业经验的增加,投资者会了解到更多的财务知识,因此在进行投资前,有财务从业经验的投资者会根据自身积累的财务知识,根据财务报表关注投资公司的运营情况,分析均衡价格,关注投资公司未来发展空间与前景,甚至考虑未来经济政策对大环境的影响等。这种考量因素的增加及不同的考量方式叠加,会让投资者的投资选择更为稳健,投资风险偏好也将趋向于保守。另外员工年龄的回归系数显著为负,说明随着年龄的增加,投资决策趋于保守。

表3 员工从业经验与总体投资风险偏好

| 变量 | (1) risklevel_total | (2) risklevel_total |
|----------------|------------------------|------------------------|
| grade | -3.951** (-2.31) | -3.238* (-1.92) |
| lnrevenue | -3.294** (-2.45) | -2.090(-1.57) |
| age | -0.003(-0.12) | -0.087*** (-3.66) |
| department | 0.285*** (6.18) | 0.280*** (6.11) |
| education | 0.111(0.68) | 0.108(0.66) |
| 常数项 | 77.30*** (3.56) | 62.30*** (2.90) |
| 样本观测值 | 46690 | 46690 |
| 固定效应 | 无固定效应 | 年份+地区 |
| R ² | 0.001 | 0.008 |

注:表1括号中为t值,***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,下表同。

(二)员工从业经验与平均投资风险偏好

考虑到总体投资风险偏好在反映员工个人的风险投资情况方面可能具有一定的局限性,因此下文从平均投资风险偏好角度再次进行检验,结果如表4的第(1)(2)列所示,其中,第(1)列回归中未加入固定效应,而第(2)列则对年份固定效应与地区固定效应进行控制。可以看出员工从业经验对平均投资风险偏好的回归结果在5%的水平上均显著为负,第(2)列的回归系数为-0.181,说明当员工提升一个等级,其平均投资风险偏好水平将下降0.181个单位,相对于平均投资风险偏好的平均值2.075,这一结果表明财务从业经验的改变对平均投资风险偏好的影响是非常明显的。由此可见,在使用平均投资风险偏好作为投资风险偏好的衡量指标时,所得到的结论与上文一致,进一步验证了本文假设,从业经验的积累将使得员工的风险偏好降低,投资决策更保守,更注重对风险的规避与控制。

表4 员工从业经验与平均投资风险偏好

| 变量 | (1) risklevel_average | (2) risklevel_average | (3) durations | (4) durations | (5) Induration |
|----------------|--------------------------|--------------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| grade | -0.173** (-2.29) | -0.181** (-2.40) | -329.7*** (-2.64) | -269.7** (-2.17) | -0.680*** (-2.75) |
| 其他控制变量 | Y | Y | Y | Y | Y |
| 样本观测值 | 46690 | 46690 | 46690 | 46690 | 42590 |
| 固定效应 | 无固定效应 | 年份+地区 | 无固定效应 | 年份+地区 | 年份+地区 |
| R ² | 0.083 | 0.083 | 0.090 | 0.109 | 0.054 |

(三)员工从业经验与投资持有时间

一方面,风险等级能够较好地衡量投资产品与投资选择所面临的风险状况;另一方面,投资的风险往往也与投资产品的到期时间或持有时间具有密切关系——投资产品到期时间越远或持有时间越长,往往意味着投资的风险越大。因此,为了更为全面地对投资风险偏好进行衡量,下文利用投资持

有时间来衡量员工的投资风险偏好回归结果如表 4 的第(3)~(4)列所示。从回归结果中可以看出,投资持有时间所对应的回归系数均显著为负,这说明财务从业经验的增加将使得员工投资持有时间减少,即更倾向于持有短期投资。这也说明财务从业经验增长对于投资风险偏好的负向影响作用在投资持有时间方面也是成立的。可能的原因是,与普通投资者相比,具有一定财务从业经验的投资者由于其在工作过程中获得的丰富财务从业经验便于其审时度势,选择更为适宜的投资产品,也更倾向于通过调整投资的持有时间,充分发挥短期投资的风险缓释作用,从而实现了对投资风险的规避。另外,为了避免变量 durations 所可能存在的异方差与异常值问题,本文对其进行加 1 后取对数的操作,并再次进行回归,结果如表 4 第(5)列所示。可以看出,财务从业经验对持有时间的影响仍然是显著为负的,这进一步证明了本文回归结果的稳健性。

基于从以上三个角度进行的实证分析,得到的结论都验证了本文的研究假设:财务从业经验的增加将对投资者的风险偏好水平产生负向影响,投资将趋于保守。

六、进一步分析

(一)稳健性检验

1. 基于 Probit 模型的稳健性检验。在基准回归模型中,本文通过定义投资产品的风险等级来实现对总体投资风险偏好以及平均投资风险偏好两项指标的构建,而为了对基准回归结果的稳健性进行检验,本文构建 Probit 模型来检验财务从业经验的积累会对员工从事高风险投资的概率产生怎样的影响。下文将上述划分的高、中、低三类投资风险评级调整为“是否为高风险投资”:当投资为高风险投资时,变量取值为 1,否则取值为 0。

从表 5 回归结果中可以看出,总风险偏好水平与平均风险偏好水平所对应的回归系数均为负,且边际效应也为负。这说明随着员工财务从业经验的积累,其参与高风险投资的概率反而降低。具体来说,Probit 模型边际效应的回归结果可以看出,当员工等级提升一级,其参与高风险投资的概率将显著降低;在以总体投资风险偏好以及平均投资风险偏好衡量风险水平时,高风险投资的概率将分别下降 13.6% 和 24.7%。这说明财务从业经验变化对员工投资风险偏好的影响是十分明显的,员工从业经验的增加会使其投资选择更加保守与稳健,这也进一步地验证了上文基准回归结论的可靠性与合理性。

表 5 Probit 模型稳健性检验

| | risklevel_total | | risklevel_average | |
|--------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | Probit | 边际效应 | Probit | 边际效应 |
| grade | -0.342*** (-2.91) | -0.136*** (-2.91) | -0.646*** (-5.20) | -0.247*** (-5.21) |
| 其他控制变量 | Y | Y | Y | Y |
| 样本观测值 | 46690 | 46690 | 46690 | 46690 |
| Wald | 302.3 | | 2432 | |

注:括号中为稳健 z 值。

2. 剔除极端值的稳健性检验。在基准回归中,本文对员工工资收入进行对数处理以消除可能存在的异方差问题。但是员工工资收入也可能有极端值存在,因此为避免数据极端值的存在对回归结果产生影响,本文对员工工资收入进行 5% 的双边缩尾处理,以进一步验证文章基准回归结果的稳健性。由表 6 可以看出,回归结果与上文的基准回归是一致的,验证了文章结论的稳健性。

(二)异质性分析

1. 地区异质性。首先,考虑到内陆地区与沿海地区的制度与文化环境可能存在差异,这可能也会导致不同地区投资者本身的投资偏好具有差异,因此本文针对地区间异质性进行分析。具体而言,本文将样本数据分为沿海地区与内陆地区进行分组回归,具体回归结果如表 7 所示。

表 6

5%分位上双边缩尾处理后的估计结果

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|----------------|-------------------|--------------------|----------------------|
| | risklevel_total | risklevel_average | durations |
| grade | -4.015 ** (-2.35) | -0.207 *** (-2.83) | -250.748 *** (-3.20) |
| lnrevenue | -2.573 * (-1.92) | -0.379 *** (-6.61) | 174.164 *** (2.83) |
| 其他控制变量 | Y | Y | Y |
| 样本观测值 | 46690 | 46690 | 46690 |
| 年份固定效应 | 年份+地区 | 年份+地区 | 年份+地区 |
| R ² | 0.007 | 0.083 | 0.109 |

通过表 7 的回归结果可以看出,在总体投资风险偏好与平均投资风险偏好方面,财务从业经验对他们的影响在内陆地区与沿海地区呈现出相同的规律。但是在投资持有时间方面,内陆地区与沿海地区所显示的规律则截然相反:在沿海地区员工财务从业经验提升时,并不会对投资的持有时间产生显著影响;而在内陆地区,则具有正向影响。相较于沿海地区而言,内陆地区员工对风险的认知程度弱于沿海地区员工,其逐渐积累从业经验后,出于对自身投资选择的自信,不再轻易对投资标的进行调整,从而更倾向于长期投资,因此其投资风险偏好对其从业经验的敏感性更高。

表 7

基于地域的异质性分析

| 变量 | 内陆地区 | | | 沿海地区 | | |
|----------------|-----------------|-----------------------|------------------------|-----------------|----------------------|---------------------|
| | risklevel_total | risklevel_average | durations | risklevel_total | risklevel_average | durations |
| grade | 2.954 (0.88) | -1.006 *** (-7.13) | 1082.107 *** (5.56) | 0.184 (0.05) | -0.203 ** (-2.04) | -461.221 (-1.36) |
| 其他控制变量 | Y | Y | Y | Y | Y | Y |
| 样本观测值 | 15985 | 15985 | 15985 | 12311 | 12311 | 12,311 |
| 固定效应 | 年份 | 年份 | 年份 | 年份 | 年份 | 年份 |
| R ² | 0.008 | 0.027 | 0.075 | 0.575 | 0.699 | 0.713 |

2.教育水平异质性。考虑到员工财务从业经验对其投资风险偏好的影响可能会因员工的教育水平变化而产生差异。因此本文按照员工教育水平,将样本按照博士、硕士和学士学历进行划分,并进行分组回归,具体回归结果如表 8 所示。

从表 8 的回归结果中可以看出,员工财务从业经验对投资风险偏好的影响存在学历异质性,从第(1)~(3)列与第(4)~(6)列中可以看出,无论是以总体投资风险偏好还是以平均投资风险偏好来衡量投资风险偏好,得到的结论都是一致的,在博士学位以及学士学历的样本中,财务从业经验的变化并不会对员工的投资风险偏好产生明显的影响,而在硕士学历样本中,财务从业经验的增加则会导致员工的投资风险偏好下降,投资决策也变得更为保守。导致这一结果的原因可能是:由于硕士学历比学士学历的员工接受了更高水平的教育,对于投资风险的认知能力也相应提高,投资敏感性也增加,

表 8

基于教育水平的异质性分析

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) |
|----------------|-------------------|-----------------------|-------------------|-------------------|-----------------------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| | risklevel_total | | | risklevel_average | | | durations | | |
| | 博士 | 硕士 | 学士 | 博士 | 硕士 | 学士 | 博士 | 硕士 | 学士 |
| grade | -16.96 (-1.56) | -7.353 *** (-2.99) | -2.743 (-1.13) | 0.397 (0.71) | -0.451 *** (-4.02) | -0.074 (-0.68) | 876.6 (0.96) | -152.2 (-0.81) | -174.9 (-0.96) |
| 其他控制变量 | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y | Y |
| 样本观测值 | 531 | 22708 | 23451 | 531 | 22708 | 23451 | 531 | 22708 | 23451 |
| R ² | 0.049 | 0.007 | 0.007 | 0.102 | 0.088 | 0.079 | 0.051 | 0.109 | 0.111 |
| 固定效应 | 年份+地区 | 年份+地区 | 年份+地区 | 年份+地区 | 年份+地区 | 年份+地区 | 年份+地区 | 年份+地区 | 年份+地区 |

因此员工等级提高对其风险偏好影响的作用效果也更强。虽然学士学位与博士学位的员工所对应的回归结果均不显著,但是这二者之间的内在原因是不同的:本科学历的员工由于其所具有的知识水平相对较为局限,因此可能并未对投资风险建立起清晰的认识,因此即使员工等级得以提升,但在投资风险偏好的变化方面可能也有限;而博士学位员工本身可能就对投资风险具有非常充分的认识,依靠其本身所具备的专业知识就已足够对投资产品的风险进行合理度量,因此员工等级提升对其风险偏好的作用效果并不明显。但在财务从业经验对投资持有时间的影响方面,博士、硕士与学士学位员工之间并不存在显著的差异。

七、结论与政策建议

为了探究财务从业经验会如何影响投资风险偏好的问题,本文整理了四大会计师事务所之一的普华永道事务所的不同财务从业经验员工投资行为的微观数据样本,通过特征事实分析与实证方法相结合进行检验。本文的研究发现:首先,财务从业经验会导致投资决策更加保守。这一结论在以总体投资风险偏好、平均投资风险偏好以及投资持有时间衡量的投资风险偏好回归中均成立。其次,员工年龄的增长将导致其投资风险偏好的下降,投资风险偏好更趋于保守。最后,本文发现财务从业经验对投资风险偏好的作用效果可能存在着地域异质性与学历异质性。具体而言,地域异质性体现在财务从业经验对员工投资持有时间的影响在内陆地区与沿海地区呈现出差异,即当员工等级提高时,内陆地区员工更倾向于延长投资持有时间,但是沿海地区员工在投资持有时间方面没有发生明显的变化;学历异质性主要体现在总体投资风险偏好与平均投资风险偏好中,本文发现,财务从业经验对员工投资风险偏好的负向作用在硕士学历人群中效果最明显。

随着市场经济的蓬勃发展,投资市场也愈发繁荣,与之相伴的是投资产品逐渐增多。为保证社会安定与经济稳步发展,政府需要正确引导投资者合理树立投资理念。本文研究财务从业经验对投资风险偏好的影响有着重要的现实启示。首先,财务从业经验会导致投资决策更加保守,也会导致投资持有时间的减少,而这对经济社会的发展是有益的。因此,国家应当通过普及财务知识正确引导投资者,充分发挥投资对经济与社会发展的重要作用。当投资者是根据企业真实的实力进行投资的时候,投资决策偏向于保守和短期持有,而政府对投资者的正确引导,保证投资者投资选择的稳定与灵活,能够有效化解金融市场整体风险水平,使得金融市场在经济波动时更好地发挥逆周期调节的作用。其次,由于投资者的风险偏好水平将随其年龄增长而下降,基于我国逐渐趋向于老龄化社会的现实背景,投资者整体风险承担能力可能呈现出下降趋势,这可能会进一步影响我国金融市场的整体情况。因此,中央政府在制定相关调控政策时,应充分意识到投资者年龄对投资风险偏好以及对市场与经济环境的影响,进行合理与适时的调控,适度激励投资,保证我国金融市场活力,充分发挥其在我国经济发展中的重要作用。最后,本文发现财务从业经验增加对投资持有时间的影响在内陆与沿海地区之间存在差异,这在一定程度上可以说明内陆地区较沿海地区可能具有更高的风险偏好。但随着海内外经济交流的多元化,以及国家对财务知识的普及深化,内陆地区的投资风险偏好也将会进一步与沿海地区趋于一致。因此国家相关政策的制定应充分考虑不同地区的异质性因素,根据各地区情况分类施策,使得政策方针能够更好地适应我国国情与地区发展状况,并通过政策调控逐步实现地区间金融市场的均衡发展。

注释:

①有需要的读者,可向作者索取。

②根据普华永道会计师事务所的业务构成,其业务部门主要由审计、税务和咨询三大部门以及其他业务线共9个部门构成。

参考文献:

[1] Lu, Y., Shi, X., Zhong, S. Competitive Experience and Gender Difference in Risk Preference, Trust Preference

and Academic Performance: Evidence from Gaokao in China[J]. *Journal of Comparative Economics*, 2018, 46(4): 1388—1410.

[2] Cohen, A., Einav, L. Estimating Risk Preferences from Deductible Choice[J]. *American Economic Review*, 2007, 97(3): 745—788.

[3] Hanaoka, C., Shigeoka, H., Watanabe, Y. Do Risk Preferences Change? Evidence from the Great East Japan Earthquake[J]. *American Economic Journal: Applied Economics*, 2018, 10(2): 298—330.

[4] Freudenreich, H., Musshoff, O. Experience of Losses and Aversion to Uncertainty: Experimental Evidence from Farmers in Mexico[J]. *Ecological Economics*, 2022, 195(3): 107—379.

[5] Grenadier, S.R., Wang, N. Investment under Uncertainty and Time-Inconsistent Preferences [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 84(1): 2—39.

[6] Pflueger, C., Siriwardane, E., Sunderam, A. A Measure of Risk Appetite for the Macroeconomy[J]. *National Bureau of Economic Research*, 2018.

[7] Guiso, L., Paiella, M. Risk Aversion, Wealth, and Background Risk[J]. *Journal of the European Economic Association*, 2008, 6(6): 1109—1150.

[8] Dohmen, T., Falk, A., Huffman, D., Sunde, U., Schupp, J., Wagner, G. G. Individual Risk Attitudes: Measurement, Determinants, and Behavioral Consequences [J]. *Journal of the European Economic Association*, 2011, 9(3): 522—550.

[9] 雷光勇, 刘茉, 曹雅丽. 宗教信仰、政治身份与企业投资偏好[J]. *财经研究*, 2016(6): 110—120.

[10] 何大安. 行为经济人有限理性的实现程度[J]. *中国社会科学*, 2004(4): 91—101.

[11] 何兴强, 史卫, 周开国. 背景风险与居民风险金融资产投资[J]. *经济研究*, 2009(12): 119—130.

[12] 雷晓燕, 周月刚. 中国家庭的资产组合选择: 健康状况与风险偏好[J]. *金融研究*, 2010(1): 31—45.

[13] 何瑛, 吕高宇, 周慧琴. 管理者财务经历、风险偏好与资本结构动态调整[J]. *财务研究*, 2017(5): 60—69.

[14] HonSnir, S., Kudryavtsev, A., Cohen, G. Stock Market Investors: Who is More Rational, and Who Relies on Intuition[J]. *International Journal of Economics and Finance*, 2012, 4(5): 56—72.

[15] Graham, J.R., Harvey, C.R., Puri, M. Managerial Attitudes and Corporate Actions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 109(1): 103—121.

[16] 江伟. 管理者过度自信, 融资偏好与公司投资[J]. *财贸研究*, 2010(1): 130—138.

[17] 李莹, 曲晓辉. 高管自恋与公司过度投资——基于产权异质性视角[J]. *税务与经济*, 2021(5): 91—99.

[18] 杨娇辉, 王伟, 谭娜. 破解中国对外直接投资区位分布的“制度风险偏好”之谜[J]. *世界经济*, 2016(11): 3—27.

[19] 龙玉, 赵海龙, 张新德, 李曜. 时空压缩下的风险投资——高铁通车与风险投资区域变化[J]. *经济研究*, 2017(4): 195—208.

[20] 陈思, 何文龙, 张然. 风险投资与企业创新: 影响和潜在机制[J]. *管理世界*, 2017(1): 158—169.

[21] 张学勇, 张叶青. 风险投资、创新能力与公司 IPO 的市场表现[J]. *经济研究*, 2016(10): 112—125.

[22] 张继勋, 周冉, 孙鹏. 内部控制披露、审计意见、投资者的风险感知和投资决策: 一项实验证据[J]. *会计研究*, 2011(9): 66—73.

[23] 冯永琦, 于欣晔. 家庭投资风险偏好对生育行为的影响研究——基于 CGSS2017 数据的分析[J]. *经济问题*, 2022(7): 54—62.

[24] 龚光明, 曾照存. 公司特有风险、管理者风险特质与企业投资效率——来自中国上市公司的经验数据[J]. *经济与管理研究*, 2013(11): 67—75.

[25] Holt, C.A., Laury, S.K. Risk Aversion and Incentive Effects[J]. *American Economic Review*, 2002, 92(5): 1644—1655.

[26] 陈晓红, 赖俊彬, 赵翠翠, 杨立. 基于访问深度的互联网金融产品投资风险偏好研究[J]. *中国软科学*, 2020(5): 130—148.

[27] Li, H., Zhang, X., Zhao, R. Investing in Talents: Manager Characteristics and Hedge Fund Performances[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2011, 46(1): 59—82.

[28] Byrnes, J. P., Miller, D. C., Schafer, W. D. Gender Differences in Risk Taking: A Meta-Analysis [J]. *Psychological Bulletin*, 1999, 125(3): 367.

- [29] 李文贵,余明桂.所有权性质、市场化进程与企业风险承担[J].中国工业经济,2012(12):115—127.
- [30] 肖继辉,彭文平.基金经理特征与投资能力、投资风格的关系[J].管理评论,2012(7):40—48.
- [31] 孙武军,樊小莹.从业经历和教育背景是否能提高借贷成功率?——来自P2P平台的经验证据[J].中央财经大学学报,2016(3):33—41.
- [32] 路晓蒙,李阳,甘犁,王香.中国家庭金融投资组合的风险——过于保守还是过于冒进? [J].管理世界,2017(12):92—108.
- [33] 唐棣,金星晔.投资者亲社会偏好与风险投资[J].金融研究,2022(5):114—132.

Practice Experience and Investment Risk Preference: Evidence from Audit Practitioners

ZHANG Xing¹ CHEN Qiangyuan²

(1.School of Finance, Renmin University of China, Beijing 100872, China; 2.National Academy of Development and Strategy, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: How the accumulation of working experience will affect the risk preference is a topic of interest in both economic theory and real life. Based on the sample data of a famous accounting firm, this paper examines the impact of auditor's practice experience on their investment risk preference. To be specific, this paper firstly analyzes the characteristic facts of the investment situation of a big four accounting firm and preliminarily analyzes the relationship between the staff's investment risk preference and their working experience. On this basis, a comprehensive index that can reflect employees' investment risk preference is constructed to empirically test the impact of financial experience on employees' investment risk preference. The results show that: (1) financial experience leads to more conservative investment decisions. This conclusion is valid in the regression of investment risk preference measured by total investment risk preference, average investment risk preference and investment holding time. (2) With the increase of age, investors' investment risk preference tends to be conservative due to their worries about the current and future financial burden of the family as a whole and pension issues. Therefore, the increase of age has a restraining effect on investment risk preference. (3) Through heterogeneity analysis, this paper finds that there may be regional and educational heterogeneity in the effect of financial experience on investment risk preference. The research of this paper has important theoretical value and practical significance for clarifying the influence of employment experience on venture capital preference, realizing the reasonable regulation of financial market and promoting the stable and healthy development of financial market.

Key words: Investment Risk Preference; Working Experience; Auditing Industry

(责任编辑:姜晶晶)